

日本銀行の金融政策（1998～2003 年）

ゼロ金利政策と量的緩和政策

黒 田 晁 生

《論文要旨》

新「日本銀行法」の下で名実ともに最高意思決定機関と位置付けられた政策委員会は、速水優総裁と藤原作弥・山口泰両副総裁（3名合わせて「速水執行部」）、および審議委員6名によって構成された。1998年4月9日に開催された政策委員会・金融政策決定会合から始まった速水執行部時代の金融政策は、緩和積極派（いわゆる「ハト派」）の中原伸之委員と緩和慎重派（いわゆる「タカ派」）の篠塚英子委員を両極として、審議委員からも活発な政策提案が行われ、そうした中で速水執行部が、審議委員（特に中原伸之委員）から突き上げられながら妥協点を探り続けた過程として特徴づけられよう。

1997年秋から始まった日本の金融システム危機は、1998年10月には日本長期信用銀行、12月には日本債券信用銀行の破綻へとつながり、速水執行部時代の金融政策は金融システム問題によって強く制約されることになった。日長銀の処理問題を巡って国会で与野党が激しく対立する中で、1998年9月9日の金融政策決定会合では、無担保コールレート（オーバーナイト物）誘導水準の「0.25%前後」への引き下げ（「一層潤沢な資金供給を行う」との「なお書き」付き）が決定された。さらに、日銀の国債買いオペ増額を迫る政治的圧力をかわす狙いもあって、1999年2月12日の会合では、同レート誘導水準を「当初0.15%前後を目指し、…徐々に一層の低下を促す」という形でいわゆる「ゼロ金利政策」の導入に踏み切り、3月には同レートがゼロ%近傍に到達した。

速水執行部時代のその後の金融政策は、2000年8月11日に「ゼロ金利政策」を解除した後、景気の失速とデフレ懸念の台頭から、2001年3月19日の「量的緩和政策」開始へと進むことになる。

キーワード：政策委員会・金融政策決定会合、金融システム危機、公的資金注入、ゼロ金利政策、量的緩和政策、デフレーション

目 次

1. 新「日銀法」施行と金融システム危機への対応
2. デフレーションへの移行とゼロ金利政策の開始
3. ゼロ金利政策解除から量的緩和政策への移行

1. 新「日銀法」施行と金融システム危機への対応

(1) 速水第 28 代総裁の就任と新「日銀法」下での政策委員会

1998 年 3 月 11 日に日銀本店が接待汚職事件で東京地検の強制捜査を受け、その責任をとって松下康雄総裁が辞意を表明した後、次期総裁として衆目の一致するところであった福井俊彦副総裁も共同責任を問われて辞任を余儀なくされたことから、橋本龍太郎第 2 次内閣によって後任の総裁選びが急遽進められることになった。従来のような大蔵省と日本銀行プロパー（生え抜き）による「襷掛け人事」を排する狙いから、当初は民間人の総裁起用が指向されたものの、有力候補に挙げられた今井敬新日鉄会長らがいずれも難色を示す中で、日銀退職後に日商岩井社長・会長を務め、並行して経済同友会の代表幹事に就任していた速水優氏が、准民間人とも言える経歴の持ち主として総裁候補に急浮上したのであった⁽¹⁾。

速水氏は、1947 年（昭和 22 年）の日銀入行であり、三重野康第 26 代総裁と同期であるが、三重野氏が総務部長や営業局長などを歴任し日銀本流のエリート・コースを歩んだのに対して、速水氏は理事就任に至るまで一貫して外国畑を歩んだため、1981 年 5 月の理事退任まで将来の総裁候補に擬せられることはなかった。外国畑出身にも拘わらず総裁になった例としては、前川春雄第 24 代総裁が挙げられるが、理事退任後の前川氏が日本輸出入銀行副総裁を経て日本銀行副総裁に就任し日銀総裁の座への射程距離圏内に一応留まっていたのに対して、民間企業（商社）の一経営者に転じた速水氏が

日銀総裁になる可能性は、正副総裁の同時辞任という非常事態が無ければ、限りなくゼロに近かったはずである。それだけに、73 歳という高齢にして日銀総裁の座に就くことになった速水氏が望外の幸運に喜びの表情を隠せなかった⁽²⁾ としても無理からぬところであった。しかし、セントラル・バンカーは「通貨の尊厳さの番人（guardian of the integrity of money）」としての職責を全うすべきとの信条⁽³⁾ に基づいて、根っからのインフレ・ファイターであり、かつまた円高論者である速水氏が、バブル崩壊後における金融システム危機と並行して日本経済がデフレーションの泥沼に入り込んでいく過程において日銀総裁に就任したのは、日本経済にとって不幸な巡りあわせであった。

1998 年 3 月 20 日に橋本内閣によって速水氏が第 28 代日銀総裁に任命されたのと同時に、新「日銀法」で定められた 2 名の副総裁の一人として時事通信解説委員の藤原作弥氏が任命された。藤原氏は、金融制度調査会の日銀法改正小委員会のメンバーとしてマスコミの立場から日銀の独立性・透明性を高める必要性を強く主張していたことを買われての起用であった⁽⁴⁾。日銀記者クラブ詰めとして日銀の取材経験は長かったものの、今度は文字通り「攻守所を変えて」金融政策を運営する側に初めて立たされることになった藤原氏は、副総裁就任に際して「金融はずぶの素人です」⁽⁵⁾ と発言して周囲を煙に巻いていたとのことであるが、その胸中では新「日銀法」の下において日銀の独立性・透明性を確立する重責を担わんとして秘かに期するものがあつたと拝察されるのである。

新「日銀法」下でのもう一人の副総裁として抜擢されたのが、日銀プロパーの理事としては最も若い年次（1964 年入行）の山口泰氏であった。山口氏は、東京大学経済学部を首席で卒業した俊秀であり、マルクス経済学の安藤良雄ゼミ（日本経済史）出身でありながらも、マクロ経済理論（近代経済学）や計量分析に秀でた日銀エコノミストとして早くから頭角を現し、調査統計

局長、企画局長などの主要ポストを歴任した上で、1996年2月に理事に昇格していた。山口氏が、先輩の諸理事を追い越して副総裁に抜擢されたのは、経済情勢の分析を踏まえた金融政策の立案能力を買われたためと窺われる⁽⁶⁾。しかし、「孤高のエコノミスト」とも称され、繊細な性格の山口氏にとって、それまで日銀プロパーのリーダー役を務めてきた福井前副総裁が突如として日銀を去った後、金融政策の立案には不慣れな（しかし、「セントラル・バンカー」としての自負心は強い）速水総裁の下で政策委員会の論議（そして、政治的な根回し）をリードする役割をいきなり担わされることになったのは、途方もない重圧に感じられたであろうと拝察されるのである⁽⁷⁾。

ともあれ、速水総裁と藤原・山口両副総裁は、1998年4月9日に開催された新「日銀法」下での最初の政策委員会・政策決定会合から始まり、2003年4、5日の同第89回会合に至るまで、表面上は三者一体で執行部提案への賛成投票を続けることになる。したがって、以下では速水総裁と藤原・山口副総裁の3名を（特に個人として区別する必要がある場合を除き）まとめて「速水執行部」と表現することにしたい。

さて、新「日銀法」下での政策委員会は正副総裁を含む9人の審議委員から構成され、議決は出席者の過半数によることになったが、正副総裁以外の6名の審議委員の顔ぶれは、（就任月日の古い順にみると）次のとおりであった（図表1参照）。

後藤康夫氏（元農林水産次官）は、旧「日銀法」時代の1995年10月に農林系代表として任命委員（任期4年）となり、新「日銀法」の施行時点で1年7か月の任期を残していたため、自動的に審議委員に就任し、残りの任期を務めることになった。また、武富将氏（前日本興業銀行調査部長）も、旧「日銀法」時代の1997年6月に形式上は大手銀行の代表として任命委員（任期4年）となり、後藤氏と同様に新「日銀法」施行とともに自動的に審議委員に就任して残り3年3か月の任期を務めることになった。もっとも、武富

日本銀行の金融政策（1998～2003 年）

図表 1 政策委員会メンバーの推移（1998 年 3 月～2003 年 3 月）

	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年
総 裁	速水 優 自：1998 年 3 月 20 日 至：2003 年 3 月 19 日					
副 総 裁	藤原作弥 自：1998 年 3 月 20 日 至：2003 年 3 月 19 日					
副 総 裁	山口 泰 自：1998 年 4 月 8 日 至：2003 年 3 月 19 日					
審議委員	後藤康夫 自：1995 年 10 月 10 日 至：1999 年 10 月 9 日		田谷禎三 自：1999 年 12 月 3 日 至：2004 年 12 月 2 日			
審議委員	武富 将 自：1997 年 6 月 17 日 至：2001 年 6 月 16 日			中原 眞 自：2001 年 6 月 17 日 至：2006 年 6 月 16 日		
審議委員	篠塚英子 自：1998 年 4 月 1 日 至：2001 年 3 月 31 日			須田美矢子 自：2001 年 4 月 1 日 (再任) 至：2011 年 3 月 31 日		
審議委員	中原伸之 自：1998 年 4 月 1 日 至：2002 年 3 月 31 日				福間年勝 自：2002 年 4 月 5 日 至：2007 年 4 月 4 日	
審議委員	三木利夫 自：1998 年 4 月 1 日 至：2002 年 3 月 31 日				春 英彦 自：2002 年 4 月 5 日 至：2007 年 4 月 4 日	
審議委員	植田和男 自：1998 年 4 月 8 日 (再任) 至：2005 年 4 月 7 日					

〔資料出所〕 日本銀行

氏の場合は、すでに任命委員就任の時点で新「日銀法」が国会で成立しており、業界代表の任命委員としてよりは新法切り替え後における審議委員を念頭に置いた上での人選による任命であったといわれている⁽⁸⁾。

新「日銀法」が施行された1998年4月1日に篠塚英子氏（前御茶の水大学教授）、中原伸之氏（元東燃社長）、三木利夫氏（元新日本製鉄副社長）の3名が、また、その1週間後の4月8日⁽⁹⁾に植田和男氏（前東京大学教授）が、それぞれ審議委員に任命された。なお、新「日銀法」の下での審議委員の任期は本来5年であるが、4名の審議委員が5年後にはほぼ一斉に退任するのは政策運営の継続性の観点から望ましくないとの配慮から、新「日銀法」施行当初の運用上の措置として、植田委員は2年（再任含み）、篠塚委員は3年（再任含み）、中原委員と三木委員は4年（再任なし）の任期とされたのである。

かくして、新「日銀法」の施行とともに上記の9名から構成される政策委員会（議長は速水総裁）が発足して金融政策の運営に当たることになった。速水執行部時代の5年間の金融政策は、緩和積極派（いわゆる「ハト派」）の中原委員と緩和慎重派（いわゆる「タカ派」）の篠塚委員を両極として、審議委員からも活発な政策提案が行われ、そうした中で速水執行部が、意見の集約にリーダーシップを発揮するというよりは、むしろ審議委員（特に中原委員から）突き上げられながら妥協点を探り続けた過程として特徴づけられよう。なお、速水執行部時代における審議委員の交代は、前掲図表1に示すとおりであり、2000年4月に再任された植田委員以外は、2002年4月までに（当初は再任含みとされていた篠塚委員を含めて）全員が順次任期満了で交代となる。

ここで予め速水執行部時代の5年間（1998～2002年度）における日本の主要経済指標の推移を示しておけば、図表2のとおりであり、バブル崩壊から約10年を経た日本経済が、低成長とデフレーションによって特徴づけられるようになった姿を端的に示している。すなわち、生産面では、実質GDP成長率が、1998年度に-1.5%、2001年度に-0.4%と2回にわたりマイナス成長となったのが響いて5年間の平均成長率はわずか0.3%に止まっ

図表 2 主要経済指標の推移（速水執行部時代 1998 年度～2002 年度）

	1998 年度	1999 年度	2000 年度	2001 年度	2002 年度
実質 GDP 成長率（2005 年連鎖価格，前年比％）	-1.5	0.5	2.0	-0.4	1.1
鉱工業生産指数増加率（2010 年平均＝100，前年比％）	-6.9	2.7	4.2	-9.2	2.9
国内企業物価指数上昇率（2000 年平均＝100，前年比％）	-2.1	-0.8	-0.5	-2.5	-1.7
全国消費者物価指数上昇率（2005 年平均＝100，前年比％）	0.3	-0.6	-0.9	-1.3	-0.7
マネーサプライ増加率（M2＋CD 平均残高，前年比％）	3.7	3.2	2.2	3.1	2.9
日経 225 種平均株価（年度末値，円）	15,836	20,337	12,999	11,024	7,972
円対米ドル為替レート（インターバンク直物，年度末値，円／ドル）	119.99	105.29	125.27	132.71	119.02
経常収支（円ベース，10 億円）	14,349	13,605	13,580	11,400	13,145
無担保コールレート（翌日物，年度末値％）	0.05	0.04	0.12	0.012	0.021

〔資料出所〕日本銀行「経済統計年報」ほか

た。なお、鉱工業生産指数増加率（前年比）でみると、1998 年度に－6.9%，2001 年度に－9.2%と実質 GDP 成長率よりも遥かに大幅な落ち込みを示しており、5 年間の平均でも－1.4%のマイナス成長であった。一方、物価面では、国内企業物価上昇率（前年比）は 1998 年度から 5 年連続、全国消費者物価指数上昇率（同）も 1999 年度から 4 年連続でマイナスを記録し、5 年間の平均値は、各々－1.5%，－0.6%といずれの物価指数でみても明確なデ

フレッシュであった。

この間において、1998年3月末に16,527円であった日経平均株価は、1999年に入ってからITブームを反映して2000年3月末の20,337円（ピークは、4月12日の20,833円）まで戻したものの、その後はITブームの終焉から急落して、2003年3月末には7,972円であった。速水執行部時代を通じてみると、スタート時点において既にバブル期のピーク比4割程度に過ぎなかった株価水準が、更にほぼ半値に切り下がってしまったのである。

(2) 金融システム危機と公的資金の注入

速水執行部による金融政策の運営について検討する前に、1997年秋から1998年末にかけての金融システム危機に大蔵省（および、大蔵省から分離設立後の金融監督庁）と与党自民党がどのように対応したのかを見ておくことにしよう。速水執行部時代に推進された大胆な金融緩和政策は多分に金融システム危機に配慮したものであった（言い換えれば、速水執行部時代の金融政策は金融システム問題によって強く制約されていた）と考えられるからである。

別稿⁽¹⁰⁾で述べたとおり1997年秋に金融システム危機が勃発して日本国中に預金者不安が広がる中で、1996年の「住専処理法」成立に至る不手際からしばらくの間政治的にタブー視されてきた公的資金注入の必要性が再び論議されるようになり、自民党は緊急金融システム安定化対策本部（本部長は宮澤喜一元首相）を設置して、12月15日には公的資金注入を含む金融システム安定化対策をとりまとめた。なお、これに先立つ12月5日に、大蔵省は、預金保険制度上は対象となっていないものも含め、2000年度末まで預金等の全額保護措置を継続すると表明した⁽¹¹⁾。

翌1998年2月16日には、早期の金融システム安定化を図る緊急措置として改正「預金保険法」および「金融機能安定化緊急措置法」（併せて「金融

安定化二法」と略称）が国会で成立し、30兆円の公的資金枠（内訳は、金融機関が破綻した場合の預金者保護や不良債権買取の原資とするために17兆円、金融機関の自己資本の充実を図るために13兆円）が確保された。これを受けて、2月中に金融危機管理審査委員会（委員長は、佐々波楊子慶応大学教授）が預金保険機構内に設置され、3月には都市銀行など主要21行⁽¹²⁾に対して総額1兆8,156億円の資本注入が決定された。しかし、あくまでも各行の申請に基づいた公的資金注入であり、経営責任を問われることを恐れた各行が公的資金注入の受け入れを躊躇したこともあって、たとえば都市銀行が「横並び」で1行あたり約1,000億円の資本注入額に止まるなど、結果的に不徹底な運用にとどまった。こうして、住専処理以来封印されてきた公的資金注入が再開されたことによって一旦は金融危機が収まったかに見えたものの、健全銀行であることを建前としての「点滴的な資本注入」⁽¹³⁾は、すでに泥沼に落ち込んでいた不良債権問題の抜本的解決（それによる金融システムの安定化）には程遠い対症療法に過ぎなかった。

後知恵ではあるが、このとき公的資金注入の対象とされた主要行の中で大胆な資本増強による経営再建が急務であったのは、1998年10月、12月に相次いで破綻に追い込まれる日本長期信用銀行と日本債券信用銀行であった。

当時における両行の経営状況を振り返ってみると⁽¹⁴⁾、まず日本債券信用銀行は、1982～92年に亘って頭取・会長として君臨した穎川史郎氏の下で不動産関連融資を積極化した咎めで、バブル崩壊後に實際上回収の見込みのない巨額の不良債権を抱えるに至ったが、それらの多くを系列ノンバンクが設立したペーパーカンパニーを受け皿会社としたいいわゆる「飛ばし」で塩漬けすることによって、不良債権が表面化するのを回避する方針をとった。すなわち、受け皿会社が担保不動産を購入する資金のほぼ全額を日債銀本体が貸し出し、受け皿会社が担保不動産の賃貸などによる収入で日債銀に対して利払いを行う（場合によっては、利払いに必要な資金を日債銀から受け皿会

社に迂回融資する）ことによって回収可能な債権であるかのごとく取り繕ったといわれている⁽¹⁵⁾。

1993 年 6 月には、大蔵省 OB の窪田弘氏（元国税庁長官）を頭取に迎え入れて大蔵省主導の下で経営再建に努めたものの、1997 年に入ると株式市場で日債銀の経営不安が噂されて株価が急落し、同行が発行した金融債「ワリシン」「リッシン」の解約が相次ぐようになった。さらに、同年 3 月 21 日にはアメリカの格付け機関ムーディーズ・インベスターズ・サービスが同行の発行する金融債を「Ba1（投資不適格債）」に格下げしたことによって、経営危機が一举に表面化した。このため、4 月 1 日には大蔵省が中心となって主要株主である大手銀行、保険会社に対していわゆる「奉加帳方式」で約 2,900 億円の増資引き受け⁽¹⁶⁾を要請する一方、窪田頭取が日銀記者クラブにおいて、①海外からの全面撤退、②人員削減、③役員賞与の返上・報酬削減、④直系ノンバンク 3 社への支援断念⁽¹⁷⁾、などからなる経営再建策を発表した。

大蔵省は、同年 4 月 16 日から日債銀の金融検査に入り、上述した受け皿会社への融資を含めて第 3 分類（回収に重大な懸念がある債権）を約 1 兆 1,000 億円とする検査結果を 9 月 11 日に通知したが、日債銀側は、日債銀本体が全面的に支援する限り受け皿会社が破綻することはないはずとの理由で第 3 分類を約 7,000 億円とするのが正当として譲らず、結局両論併記することで債務超過ではないとされたのである⁽¹⁸⁾。この間において、同年 7 月に上述した「奉加帳方式」での約 2,900 億円の増資手続き⁽¹⁹⁾が完了したのを受けて、同年 8 月に窪田頭取は会長に退き、後任の頭取には 1996 年 5 月から日債銀に招じられていた東郷重興氏（前日本銀行国際局長）が昇格した。東郷氏は、2 か月前に常務から副頭取に昇格したばかりであり、「二段跳び」の昇格人事であった。ともあれ、大蔵省 OB の窪田会長・日銀 OB の東郷頭取による新体制の下で、翌 1998 年 3 月に上述した「金融安定化二法」による 600 億円の公的資金注入⁽²⁰⁾を得たことに加えて、同年 4 月にはアメリカ

の大手投資銀行バンカース・トラストとの業務提携（日債銀の海外での融資業務などをバンカース・トラストが継承）を発表して、当面の経営危機を脱出したかに見えたのであった。

一方、日本長期信用銀行は、バブル期前には欧米流の投資銀行業務を中心とした経営体制への転換を図り、従来型の融資拡大路線から脱皮しようとしていたことから、バブル期に各行が一斉に走った不動産関連融資競争に出遅れたが、堀江鉄弥頭取の下で 1989 年 4 月からスタートした第 6 次長期経営計画では、中小企業に重点を置いた融資拡大路線へと再び方針転換し、同計画に先立って実施した大グループ制への組織改革で審査部門が融資部門に取り込まれてしまったことと相俟って、環太平洋リゾート開発で一世を風靡したイ・アイ・イ社（高橋治則社長）などへの不動産関連融資にのめりこんでいった。バブルが崩壊すると、系列ノンバンクを含めて巨額の不動産関連融資が実質的に不良債権化した⁽²¹⁾が、堀江頭取の下で受け皿会社への「飛ばし」によって不良債権の抜本的処理を先送りする方針が選択されたといわれている⁽²¹⁾。

1995 年 4 月にイ・アイ・イ社グループへの過剰融資の責任をとって堀江頭取が辞任した後、後任となった大野木克信頭取は、翌年 4 月から 10 月にかけて行われた大蔵省検査において受け皿会社への融資の大半を日長銀本体が全面的に支援する限り受け皿会社が破綻することはないとの理由で第 4 分類（回収不能債権）や第 3 分類（回収に重大な懸念がある債権）には当たらないと認めてもらう⁽²²⁾ 一方、外資系金融機関との提携による生き残りを企図して、1997 年 7 月 15 日にスイス銀行（SBC）と、①相互に発行済み株式の 3%を持ち合う、②日長銀は SBC を引受主幹事として 2,000 億円（優先株 1,300 億円と劣後債 700 億円）の資金調達を行い自己資本に充当する、という形での資本提携⁽²³⁾ について合意したと発表した。しかし、細部を詰めて 9 月 19 日の正式契約締結に至る過程で、日長銀の不良債権の実態を把握した

であろう SBC は、持ち合い比率をとりあえず 1% に下方修正し、2,000 億円の資本調達についても継続協議とするように契約内容の変更を求め、さらに、11 月に北海道拓殖銀行や山一証券などが破綻して日本全体が金融システム危機の様相を呈するようになると、同月中に、2,000 億円の資本調達の無期延期を通告してきた⁽²⁴⁾。追い込まれた日長銀は、翌年 3 月に、上述した「金融安定化二法」による公的資金注入（申請額 2,000 億円に対して 1,779 億円）を受けて一息ついたが、6 月 5 日発売の月刊誌『現代』7 月号が、「長銀破綻で戦慄の銀行淘汰が始まる」というタイトルのレポートを掲載したことから一挙に経営危機説が広まった。さらに、6 月 9 日には、SBC（合併後の UBS）との提携で月初に発足したばかりの合併子会社「長銀ウォーバーク証券」によって日長銀株 140 万株が市場で売りに出されるという、日長銀にとっては想定外の事態によって株価が暴落し、日長銀の本支店には金融債「ワリチョー」「リッチョー」の解約客が殺到する事態に立ち至ったのである⁽²⁵⁾。破綻の瀬戸際に立たされた日長銀の大野木頭取は一縷の望みをかけて住友信託銀行（高橋温社長）との合併に奔走し、6 月 26 日夜に日銀記者クラブで合併に向けて検討を始めたことをそれぞれが公表したが、「不良債権処理は体力の中でやっていける」として通常の合併であることを強調する大野木頭取と住友信託銀行による救済合併であり「正常債権しか引き取らない前提」であるとする高橋社長の間での意見の食い違いは、その後の合併交渉の難航を窺わせるものであった⁽²⁶⁾。

この間、1997 年 9 月の自民党総裁選挙で無競争再選を果たした橋本首相は、その直後の内閣改造においてロッキード事件で有罪が確定していた佐藤孝行氏を総務庁長官に起用したことから国民の批判を受け、1997 年後半から景気が腰折れしたことも響いて、橋本内閣への国民の支持率は急低下した。そうした中で迎えた 1998 年 7 月 12 日の参議院選挙では、自民党が追加公認 1 名を含めても 45 議席（非改選議席 59 と合わせて 104 議席は、総議席 252

に対して大幅な過半数割れ）にとどまり⁽²⁷⁾、大敗の責任をとって橋本首相は退陣を表明した。後任を争う自民党総裁選挙には、小淵恵三外務大臣、梶山静六前官房長官、小泉純一郎厚生大臣の3名が立候補したが、最大派閥である竹下派の継承者たる小淵氏が自民党総裁の座を射止めて、7月30日に小淵内閣が成立した（官房長官には野中広務氏、大蔵大臣には宮澤喜一元首相が就任した）⁽²⁸⁾。

小淵内閣発足後の8月7日に召集された第143回臨時国会（いわゆる「金融国会」）においては日長銀問題が最大の争点となった。政府・自民党は、「金融安定化二法」の改正を含む「金融再生トータルプラン」⁽²⁹⁾ 関連法案を国会に提出して倒産前の公的資金注入による経営健全化を可能とする法的枠組の整備を図るとともに、小淵首相が住友信託銀行の高橋社長を官邸に呼んで日長銀と合併するよう直接説得にあたったといわれている⁽³⁰⁾。政府の支援を受けた日長銀は、8月21日に①系列ノンバンク向け債権5,200億円の放棄、②経営陣の総退陣、③海外拠点からの全面撤退などのリストラ策を発表し、それに伴う自己資本減少を補填するために再び公的資金注入を申請する意向を表明した⁽³¹⁾。しかし、国会においては、野党3党（民主党・公明党・自由党）が日長銀への公的資金再注入に強硬に反対し、参議院での優位を背景にして金融再生委員会の設置・特別公的管理（一時国有化）などを内容とする対案を提出するとともに、日長銀を特別公的管理（一時国有化）によって処理することを主張した。さらに、自民党内でも「政策新人類」と呼ばれた石原伸晃氏・塩崎恭久氏らが野党に同調する動きを示したことから、政府・自民党は方針を変更して野党に歩み寄り、9月26日に日長銀を特別公的管理（一時国有化）によって処理するということで与野党の妥協が成立した。これを踏まえて小淵内閣は、野党案を丸呑みする形での修正を受け入れ、10月13日に「金融機能の再生のための緊急措置に関する法律」（略して「金融再生法」）および一連の関連法（まとめて「金融再生関連法」と略称）が成

立した（10月23日から施行された）。その一方で、政府・自民党の変節を不服とした住友信託銀行は、10月8日に日長銀との合併交渉を白紙撤回すると発表した。なお、国会では「金融再生関連法」が衆議院を通過した後、自民党議員の提案による「金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律」（略して「金融機能早期健全化法」）が、自由党・公明党の協力を得て10月16日に成立した（「金融再生関連法」とともに、10月23日に施行された）⁽³²⁾。

この間において、同年6月22日に大蔵省から金融機関の検査・監督機能を分離する形で発足した金融監督庁は、初代長官に司法界出身の日野正晴氏（前名古屋高等検察庁検事長）が就任し、従来の大蔵省による検査・監督に関して「銀行の健全性低下がもたらす国民経済上の負担を覆い隠すために（中略）実態把握を歪めているのではないか」⁽³³⁾との疑問が国民の間で蔓延しているのを解消すべく、「情報開示」をキーワードとする公正で透明な金融行政に向けて舵を取っていくことになった。金融監督庁は、7月から大手銀行の一斉検査に着手したが、その際拠り所となったのは、同年4月に施行された「金融機関等の経営健全性確保法」（略して「経営健全性確保法」）によって新たに規定されたいわゆる「早期是正措置」制度であった。同制度においては、まず金融機関が資産の自己査定を行い、適正な償却・引当を行うことによって実態を反映した財務諸表を作成する（外部の会計監査法人が、その適正性と正確性をチェックする）こととされたが⁽³⁴⁾、それを踏まえて、金融監督庁の検査は、「不良債権に対する適正な引き当て規模を弾き出し、銀行の自己資本比率の認定も行う。自己資本比率が健全性の目安となる基準値を下回っていれば、数値の度合いに応じて業務改善命令や業務停止命令を出すことができるようになった」⁽³⁵⁾のである。

金融監督庁は、上述した「金融国会」における長銀問題の審議状況の帰趨を窺うかのように日長銀に対する検査を延々と続けたが、10月19日に、日長

銀に対して保有有価証券などの含み損を考慮すると同年 9 月末時点で約 3,400 億円の債務超過だったとの検査結果を通知した。従来の大蔵省検査における「系列ノンバンクの子会社などへの融資は銀行本体が支えている以上それらが破綻することはないので不良債権には当たらない」とする論理は否定され、「融資した資金が何年で戻ってくるかを、貸付先企業のキャッシュ・フローによって割り出す」ことによって不良債権か否かを判断するという新たな検査方針が貫かれたことによって⁽³⁶⁾、日長銀が 1998 年 3 月期決算で行った自己査定と比べると、第 3 分類・第 4 分類が一挙に膨れ上がり、追加的な償却・引当が求められた結果であった。「金融再生法」が施行された 10 月 23 日に、日長銀は特別公的管理（一時国有化）を申請し、会計上は債務超過ではないとして同法 37 条に基づく破綻前処理を期待したが⁽³⁷⁾、政府（柳沢伯夫金融担当大臣）⁽³⁸⁾ は実質的に破綻していると認定した上で、同法 36 条に基づく破綻後処理として特別公的管理の開始を決定した⁽³⁹⁾。一時国有化された日長銀の新頭取には、安斎隆氏（前日銀理事・信用機構担当）が就任した。

日長銀の破綻処理を終えて間もない 11 月 16 日に、金融監督庁は、日長銀と同様に 7 月から検査を続けていた日債銀に対して 1998 年 3 月末時点で約 2,900 億円の債務超過であったとの検査結果を通知した。上述したとおり 1 年前の大蔵省検査では日債銀が債務超過ではない旨認定していたが、金融監督庁による新たな検査方針の下では、日長銀の場合と同様に、不良債権の「飛ばし」のために設立した受け皿会社への融資の大半が第 3 分類・第 4 分類とされ、追加的な償却・引当が必要とされたため、「明確に債務超過」⁽⁴⁰⁾となったのである。債務超過であるとの検査結果を通知され自己資本の調達を迫られた日債銀は、かねてより窪田会長が進めていた中央信託銀行（遠藤 荘三社長）との合併交渉に生き残りをかけ、大蔵省も支援する姿勢をみせた。しかし、12 月 9 日に東郷頭取と遠藤社長が行った記者会見では、両行が業務提携について基本合意したことを発表したものの、遠藤社長は合併の可能

性を明確に否定した。合併交渉が不調に終わったことを見届けた金融監督庁は日債銀を破綻処理する方針を固め、12月13日に政府は日債銀を破綻と認定して「金融再生法」第36条に基づく特別公的管理（一時国有化）とすることを決定した⁽⁴¹⁾。一時国有化された日債銀の新頭取には、藤井卓也氏（前日銀発券局長）が就任した。

2. デフレーションへの移行とゼロ金利政策の開始

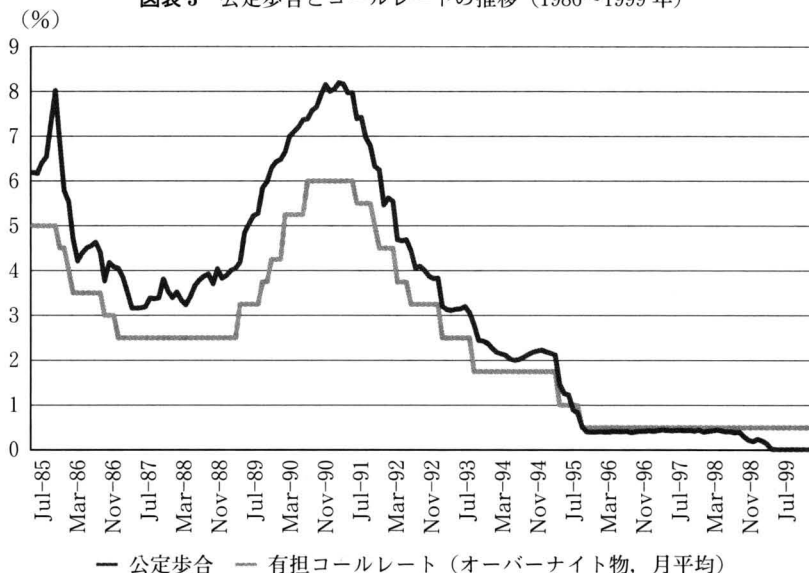
(1) バブル景気終焉後における金融緩和政策と「量的引締」のパラドックス

日本銀行は、バブル景気終焉後の1991年7月1日に三重野康総裁の下で公定歩合を6.0%から5.5%に引き下げて以来、1995年9月8日に松下康雄総裁の下で1.0%から0.5%へと引き下げるまでの間に、9次にわたる公定歩合引き下げを実施した。この間において、コールレート（有担、オーバーナイト物、月平均値）は1991年5月の8.19%をピークにほぼ期を逐って低下し、1995年9月には公定歩合とほぼ同水準の0.52%となった後、同年10月以降は公定歩合を若干下回る0.4%台（一時0.4%割れ）で推移するようになった（図表3参照）。

当時における政界や財界からの強い金融緩和と圧力に押し切られたという側面は確かにあったものの、日銀がこのように連続して公定歩合引き下げに踏み切り、コールレートをはじめとした短期金融市場金利がそれに追随する形で急速に低下したのは事実である。すなわち、金利指標を見る限り、日銀はバブル景気終焉後の深刻な不況に対応すべく一貫して金融緩和政策を実施したように窺われるのである。

一方、金融の量的指標であるマネーサプライやマネタリーベースの推移をみると、1991年7月の公定歩合引き下げによって開始された日銀の金融緩和と政策が、それらの伸び率を高めたのではなく、逆に伸び率を低めたという

図表 3 公定歩合とコールレートの推移（1986～1999 年）



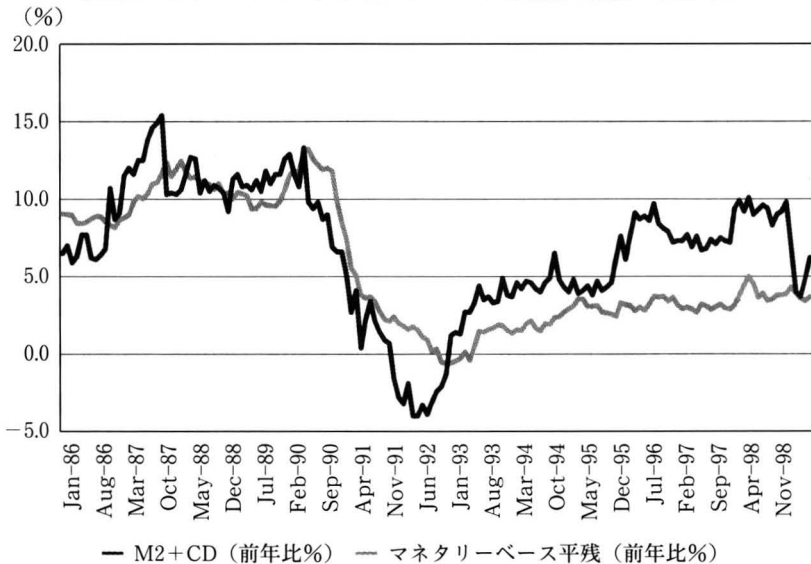
〔資料出所〕日本銀行ホームページ

意味では、結果的に意図せざる「引締政策」であった（一時的には伸び率をマイナスとする量的収縮政策であった）ことが明らかとなる（図表 4 参照）⁽⁴²⁾。まず、マネーサプライ（M2+CD 平残）は、1990 年 4 月、5 月の前年比 13.2% をピークとして 1991 年 4～6 月には前年比 4% 弱まで伸び率が低下していたが、それ以降更に伸び率が低下し、1992 年 9 月から 1993 年 1 月まで 5 か月連続で前年比マイナス（-0.3%～-0.6%）を記録した。バブル期に活発化した企業の「両建て」取引による金融資産・負債の膨張が、バブル崩壊とともに「巻き戻し」に転じたことや、不良債権問題の表面化に伴い金融機関の貸出姿勢が慎重化したことなどによるものとみられる。1993 年後半以降はマネーサプライ伸び率が徐々に回復に転じたものの、従来の金融緩和局面のように金融機関の非製造業・中堅中小企業向け貸出がいち早く増加するといった動きが見られず、1995～7 年にかけて前年比 2～3% 台の低い伸び率に

止まった。なお、新「日銀法」施行前の1998年1～3月には、マネーサプライ前年比が4.5%～5.0%に高まったが、これは前年11月に金融システム危機が起きた後、信用不安からMMF等の解約資金が増加して銀行預金や現金への資金シフトが生じたためとみられる⁽⁴³⁾。

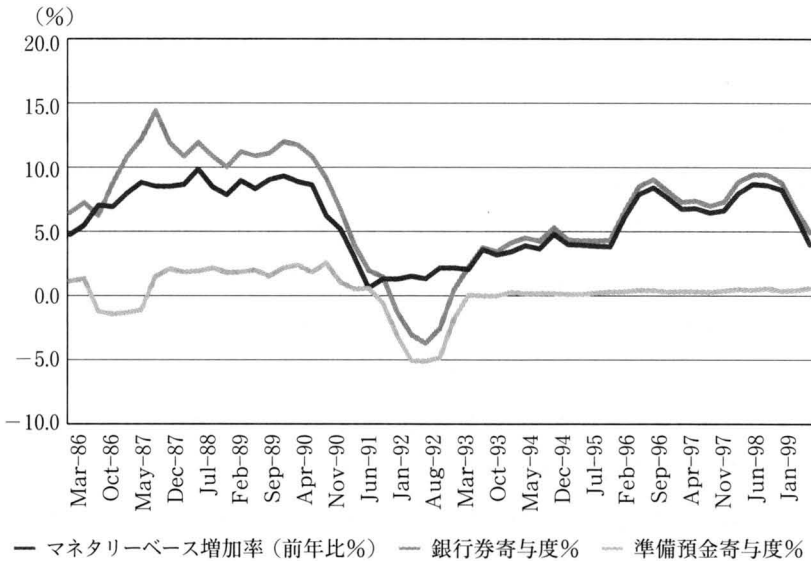
次に、マネタリーベース(＝流通現金＋日銀当座預金、平残)も、1990年4月の前年比13.3%をピークとして1991年6月には同3.2%にまで低下していたが、それ以降ほぼ一貫して伸び率が低下し、1991年11月から1992年10月まで12か月間にわたって前年比マイナス(－1%～－4%)を記録した(前掲図表4参照)。この落ち込みは、1991年10月1日に準備預金制度の準備率引き下げが決定(同月16日から実施)され、民間金融機関の保有する準備預金が約4兆8,000億円から約2兆9,000億円へと減少したことによるものであった(図表5参照)。1993年以降、マネタリーベースは徐々に伸び

図表4 マネーサプライとマネタリーベースの推移(1986～1999年)



[資料出所] 日本銀行ホームページ

図表 5 マネタリーベース増加率の変動要因分析（1986～1999 年）



[資料出所] 日本銀行ホームページ

率を回復し、1996年2月から8月にかけて前年比8%～9%という高い伸びを示したが、これはもっぱら景気回復を反映した流通現金（その大半を占める日本銀行券）の増加によるものであった（前掲図表5参照）。なお、1997年後半から景気が腰折れしたにも拘わらず、同年11月から翌年10月にかけて同8%～10%とさらに高い伸びを示したのは、上述したように1997年11月に金融システム危機が起きた後、信用不安から「筆筒預金」等の形で現金への資金シフトが生じたためとみられる。

バブル景気終焉後における日銀の金融緩和政策の効果が、コールレートで代表される金利指標面とマネタリーベースやマネーサプライで代表される量的指標面で著しく異なったものとなったのは、日銀が伝統的に採用してきた金融調節（すなわち、準備預金の積立期間を通じてみれば、超過準備をほぼゼロにするという完全に受動的な金融調節）方式の帰結であった⁽⁴⁴⁾。この

方式の下では、民間部門の現金需要プラス必要準備額（ \equiv マネーサプライ \times 必要準備率）によって予め決まってくるマネタリーベースの需要額にちょうど見合うように日銀信用供与（ひいては、マネタリーベースの供給）が行われることになるからである。マネタリーベース前年比が1990年5月から1991年10月までほぼ一貫して低下したのは、バブル崩壊後における家計・企業等の現金需要伸び率が鈍化したことの反映であり、1991年11月から1年間マイナスとなったのは、皮肉なことに金融緩和を狙いとした準備率引き下げ操作の結果として必要準備額が減少したことによるものであった。また、1993年以降マネタリーベース前年比が上昇したことのほとんどは、景気の底入れに伴う家計・企業等の現金需要の回復（1996年2月～8月）や、金融システム危機後の信用不安に伴う現金シフト（1997年11月～1998年10月）によるものであり、マネーサプライが低い伸び率にとどまったことを反映して準備預金（ほぼ必要準備額と同じ）増加の寄与度はごくわずかであった（前掲図表5参照）。

このように、バブル景気終焉後において日銀の金融緩和政策によってコールレートが急速に低下した一方、マネーサプライやマネタリーベースなどの伸び率が低下した（一時的にはマイナスとなった）というパラドックス現象は、日銀が伝統的な受動的金融調節方式を採用し続けていたことによって矛盾なく説明することができる。しかし、バブル崩壊後における不良債権問題の深刻化と並行して日本経済が次第にデフレーションの泥沼に入り込んでいく過程においても、日銀が頑として伝統的な金融調節方式を改めようとしなかったことは、2つの重大な副作用をもたらしたと考えられる。

第1は、1999年2月に日銀が「ゼロ金利政策」を開始するに至るまで量的緩和の可能性を頭から排除してしまった点である。日銀の伝統的な金融調節方式の下では、準備預金制度対象の金融機関が保有する超過準備は「ブタ銭」（すなわち、金利ゼロの無駄金）であるとみなされていた。したがって、

日銀（および、短期金融市場の関係者）にとっては、超過準備を積極的に発生させるような金融調節は、即、コールレートをゼロにするに等しいと観念されていたのであり、上述したとおり、バブル景気の終焉後において金利低下と量的金融指標の伸び率低下が同時並行的に進行していく過程では、一挙に「ゼロ金利」へとジャンプする決断を下せない限り、ずるずると「量的引締政策」を続ける破目に陥ってしまったのである⁽⁴⁵⁾。

第2は、金融システム安定化策としての潤沢な流動性供給策を制約してしまった点である。伝統的な金融調節方式の下では、毎月15日に終わる1か月間の準備預金積立期間を通じてみれば超過準備はゼロであり、金融市場に常にギリギリの流動性しか供給しないようにしていたわけであるから、金融システム危機に備えて民間の金融機関が事前に自分の裁量で十分な流動性を保有する体制とは矛盾する。日銀が、超過準備の発生を日常的に容認するようになったのは、1997年11月に北海道拓殖銀行が破綻した後からであり、それも必要準備額3兆6,000億円に対して高々1,000億円程度に過ぎなかった。その後、超過準備額（プラス準備預金制度非適用先の当座預金残高）は、1998年10月、12月の日長銀、日債銀の破綻を経て5,000億円程度に増加し、さらに、1992年2月の「ゼロ金利政策」開始を以って、1兆円を越す規模に拡大した。つまり、大手銀行が次々と破綻することによって、民間銀行が初めて自らの裁量で流動性リスク対策としての超過準備を保有するようになり、日銀がそうした動きを「容認」することによって、広汎な金融システム安定化策を採用する態勢がようやく整えられたのであった。しかし、伝統的な金融調節の呪縛⁽⁴⁶⁾から逃れるまでに費やされた時間は余りにも長く、そのコストは余りにも大きかったといえよう。

(2) ゼロ金利政策への道程⁽⁴⁷⁾

新「日銀法」の下で名実ともに日銀の最高意思決定機関と位置づけられた

政策委員会・金融政策決定会合が、1998年4月9日に初めて開かれたとき、日本経済は前年夏頃から始まった景気後退局面の最中で停滞感が期を逐って強まる状況⁽⁴⁸⁾であったが、デフレ・スパイラル顕在化のリスクはいまだ差し迫ったものではないとの認識が政策委員会の大勢を占め、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準（0.5%）をやや下回って推移するよう促す」⁽⁴⁹⁾という現状維持⁽⁵⁰⁾の議長案（言い換えれば、速水執行部案）を全員一致で採択した。なお、同日夕刻に政府は総額16兆円規模の総合経済対策の基本方針を発表し、24日に閣議決定した（同対策を盛り込んだ補正予算案は6月17日に国会で成立した）。

全員一致による議長案の採択が崩れたのは6月12日に開かれた第4回目の会合であった。三木委員は「準備率引き下げにより、所要準備額を約1兆円減額（約3兆5,000億円→約2兆5,000億円）」、中原委員と後藤委員は無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準をそれぞれ「0.4%前後」、「0.4～0.5%の範囲」に変更することを提案したが、いずれも提案者のみの賛成にとどまり、結局、現状維持の議長案が7対2で採択された（反対は、三木委員と中原委員）。中原委員は、その後の金融政策決定会合においても、景気が引き続き停滞していることや金融不安が台頭していることなどを理由に、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準に関する提案を「平均的にみて0.4%前後」（6月25日）、「0.35%前後」（7月16日、28日）、「0.25%前後」（8月11日）と次第に切り下げて金融緩和に積極的な姿勢を明確にしていたが、いずれも否決され、現状維持の議長案が8対1で採択され続けた（反対は中原委員）。

9月2日にアメリカで大手ヘッジファンド「ロング・ターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）」の経営危機が表面化し、ニューヨーク連邦準備銀行（FRB）が主導してアメリカの主要金融機関の資金融通による処理策が急遽取りまとめられたが⁽⁵¹⁾、その直後の9月4日にロバート・ルービン財

務長官と宮澤喜一蔵相による日米蔵相会議がサンフランシスコで開催され、日銀からは速水総裁に代わって山口副総裁が出席した。帰国した山口副総裁は、「米側に何かを背負わされてきたという感じ」⁽⁵²⁾で、追加緩和に慎重なそれまでの姿勢を一変させたといわれている。一方、日本国内では、上述したとおり日長銀問題の処理を巡って国会で与野党が激しい攻防戦を繰り広げていた。そうした中で、9月9日の金融政策決定会合では、利下げに否定的であった速水執行部がそれまでの姿勢を変え、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準を「0.25%前後」に引き下げる議長案を「金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」との「なお書き」付きで提出し、8対1で採択された。利下げは家計を苦しめるとして唯一人反対した篠塚委員は、現状維持を提案したが、1対8で否決された。それまで利下げに否定的であった速水執行部が姿勢を豹変させて、前回の会合における中原委員の提案をいわば丸呑みした形の議長提案を行ったのは、「なお書き」に示された内外の金融システム問題への強い懸念があったと窺われるのである⁽⁵³⁾。

1998年秋の「金融国会」で「金融再生関連法」「金融機能早期健全化法」が国会で成立し、債務超過と認定された日長銀が10月に破綻処理されると、追加の公的資金注入なしでは自己資本不足比率の低下による金融不安説を否定しきれない大手銀行を中心として「貸し渋り」「貸しはがし」の動きが広がっていった。

11月16日に、政府は6兆円の所得税・法人税減税を含めて約24兆円の事業規模に及ぶ緊急経済対策を決定したが、その対策効果が現れるのは翌年度に入ってからと予想されていた。そうした中で開催された11月13日の金融政策決定会合では、年末の企業金融支援策として、①CP（コマーシャル・ペーパー）オペの拡充、②臨時貸出制度（金融機関の貸出増加額の一定割合

〈50%〉を対象に日銀が公定歩合で融資する制度)の創設, ③社債担保オペの導入をセットにした議長案が提出され, 8対1で採択された(反対は, 中原委員)。中原委員は, すでに10月28日の金融政策決定会合で, CPオペの拡充を先行提案していた(1対8で否決された)が, 11月13日の議長案に反対したのは, 臨時貸出制度と社債担保オペに反対したためである⁽⁵⁴⁾。

年末を控えた12月22日, 宮澤蔵相が記者会見で「大蔵省資金運用部による国債買い入れ停止の可能性」という市場で流れていた噂をあっさりと肯定する一方, 速水総裁が都内の講演で日銀の国債買い入れ増額に懸念を表明したことから, 前日まで1.5%であった10年物国債利回りが一挙に2%台に上昇した。これを契機に, 1999年度予算案に基づく新規国債発行(約31兆円)の消化難への懸念もあって, 国債利回りは上昇傾向をたどり, 1998年2月4日には, 記者会見で野中官房長官が長期金利の上昇を封じるために日銀による国債買いオペ増額論を提唱して市場を騒然とさせた⁽⁵⁵⁾。野中官房長官の公然たる問題提起に対して, 速水執行部および審議委員が一斉に身構える中で開かれた2月12日の金融政策決定会合では, 「より潤沢な資金供給を行い, 無担保コールレート(オーバーナイト物)をできるだけ低めに推移するように促す。その際, 短期金融市場に混乱を生じないように, その機能の維持に十分配慮しつつ, 当初0.15%前後を目指し, その後市場の状況を踏まえながら, 徐々に一層の低下を促す」という議長案⁽⁵⁶⁾が提出され, 8対1で採択された(反対は篠塚委員)。いわゆる「ゼロ金利政策」への入口となった政策決定であり, 実際に無担保コールレート(オーバーナイト物)がゼロ近傍に到達するのは, 3月に入ってからのことであった。

3. ゼロ金利政策解除から量的緩和政策への移行

「ゼロ金利政策」が導入された後, 1999年春頃から景気は次第に明るさを

増し、日経平均株価は回復に向かった。2000 年 8 月 11 日の金融政策決定会合では、多くの委員が「デフレ懸念の払拭ができるような情勢」に至ったと判断し、政府の強硬な反対（「議決延期請求権」の行使）を一蹴して、「ゼロ金利政策」の解除を決定した（無担保コールレート〈オーバーナイト物〉の誘導水準は、0.25%前後に引き上げられた）。しかし、2001 年に入ってアメリカの IT バブルが崩壊して景気が失速すると、日本の輸出・生産が大きく落ち込み、再びデフレ圧力が強まる情勢に戻ってしまった。2001 年 3 月 19 日の金融政策決定会合では、操作目標を従来の無担保コールレート（オーバーナイト物）から日銀当座預金残高に変更する「量的緩和政策」に移行することが決定された。日銀当座預金残高の目標値は当初 5 兆円程度であったが、同年 8 月・9 月・12 月、2002 年 10 月に順次引き上げられ、速水総裁の退任時点では 15～20 兆円程度であった。

なお、紙幅の制約もあり、速水総裁時代の「量的緩和政策」についての叙述は別稿に譲ることにしたい。

《注》

- （1） 藤井良広『縛られた金融政策』（日本経済新聞社、2004 年）40-43 ページを参照。
- （2） 前掲『縛られた金融政策』43 ページを参照。
- （3） 速水優『中央銀行の独立性と金融政策』（東洋経済新報社、2004 年）の「はしがき」および序章「私の中央銀行論」を参照。
- （4） この間の事情について藤原氏自身が述懐するところによれば、「一介の新聞記者だった私が日銀副総裁というポストについたことは、人生の皮肉というより、矛盾とも言うべき動天霹靂の出来事だった」（藤原作弥「“恩師”の思い出」全国銀行協会『金融』2011 年 3 月号、24 ページ）が、「私が日銀副総裁のポストを最終的に引き受けたのは『仏を作ったら魂を入れるべきだ』というある人の叱責にも似た説得が一因だった」（藤原作弥『攻守とところを変えて』時事通信社、1999 年、54 ページ）由である。
- （5） 中原伸之『日銀はだれのものか』（中央公論新社、2006 年）21-22 ページか

ら引用。

- (6) 1997年5月に再任されていた永島旭理事(1962年入行, 国際関係総括担当)は, 副総裁への昇格が見送られて, 同年6月に退任した。
- (7) 筆者は, 1971年7月に日本銀行に入行し, 最初の配属先である調査局内国調査課において山口泰氏から約1年間にわたり日本経済を対象とした実証分析の基礎を教えていただいた。したがって, 山口副総裁を含む速水執行部の金融政策を批判的に論ずるのにはためらいを感じるが, 忘恩の誹りを受ける覚悟でこの執筆作業を続ける。
- (8) 前掲『縛られた金融政策』20-22ページを参照。
- (9) 旧日銀法の下で商工業代表の任命委員であった濃野滋氏(元通産次官)の任期が1998年4月7日までであり, 形式的には濃野氏が旧法上の委員のまま退任して, その後任として植田氏が4月8日に審議委員に任命された。なお, 旧法下での地銀代表の任命委員は, 1996年3月末に井倉和也氏(元滋賀銀行頭取)が退任した後, 新法施行時まで空席のままであった。
- (10) 拙稿「日本銀行の金融政策(1994~1998年)」(明治大学政治経済研究所『政経論叢』第84巻第1・2号, 2016年3月)を参照。
- (11) その後金融システムがまがりなりにも安定化して, 預金等の全額保護措置が撤廃され, いわゆる「ペイオフ」解禁が実施に移されたのは, 当初予定から遅れて定期性預金については2002年度から, 普通預金については2005年度からであった。
- (12) 都市銀行9行(東京三菱, 第一勧銀, さくら, 住友, 富士, 三和, 東海, あさひ, 大和), 長期信用銀行3行(興銀, 日長銀, 日債銀), 信託銀行6行(三菱信託, 住友信託, 三井信託, 安田信託, 東洋信託, 中央信託), および, 地方銀行3行(横浜, 北陸, 足利)の合計21行であった。各行別の公的資金注入額などの詳細については, 高木仁・黒田晃生・渡辺良夫『金融システムの国際比較分析』(東洋経済新報社, 1999年)198-200ページを参照。
- (13) 前掲『日銀はだれのものか』46ページから引用。
- (14) 日本長期信用銀行と日本債券信用銀行が破綻に至る過程については, 共同通信社社会部編『崩壊連鎖』(共同通信社, 1999年)を参照。
- (15) 前掲『崩壊連鎖』151-153ページおよび162-163ページを参照。なお, 1994年2月に大蔵省が公表した「金融機関の不良債権問題についての行政上の指針」では, 金利減免等によって支援を行っている債権については再建計画の実施を管理する特別目的会社の設立による「流動化」が促されていた点に留意しておく必要がある。
- (16) 「奉加帳方式」での増資の内訳は, ①日本銀行による800億円の優先株引受

日本銀行の金融政策（1998～2003 年）

- （1996 年 9 月に設立された「新金融安定化資金」への日銀拠出分による出資）、
②大手 12 行による 700 億円の普通株引受、③保険会社 22 社による劣後ローン
のうち約 1,400 億円を普通株と優先株に振替、であった。
- (17) 同日午前中に、日本信用ファイナンス、日本トータルファイナンス、クラウ
ンリーシングの 3 社が、東京地裁に自己破産を申し立てた。負債総額は約 1 兆
9,000 億円であった。
- (18) 日債銀側は、受け皿会社への融資は第 2 分類（回収に注意を要する債権）と
すべきであると主張した。前掲『崩壊連鎖』169-172 ページを参照。
- (19) 東郷氏は、増資引受先の金融機関に対して第 3 分類は 7,000 億円と説明して
回ったが、それは大蔵省の検査報告書に「受け皿会社向け貸出金を加えると第
3 分類は 1 兆 1,000 億円になるが、受け皿会社への貸出金は日債銀が支援する
限りは回収不能のおそれがないと、はっきり書かれていた」からであると弁明
している（『日本経済新聞』2012 年 4 月 24 日夕刊から引用）。
- (20) 日債銀は 3,000 億円を申請したが、結果的に 600 億円に削られた。東郷氏は、
「大蔵省や大手銀行に対する世論の批判が高まり、金融機関に対して公的資金
による増資をしにくい雰囲気があったのだろう」と述懐している（『読売新聞』
2014 年 4 月 19 日夕刊から引用）。
- (21) 前掲『崩壊連鎖』39-46 ページを参照。
- (22) 日長銀内部の試算では、仮に受け皿会社への融資を含めると回収不能債権の
総額は約 1 兆円に及んでいたとされるが、1998 年 10 月に通知された大蔵省の
検査結果では、受け皿会社への融資の大半は第 2 分類（回収に注意を要する債
権）として認められたため、第 3 分類・第 4 分類は約 7,000 億円とされた。前
掲『崩壊連鎖』72-73 ページを参照。
- (23) 資本提携に加えて、①日長銀が SBC ウォーバークの香港現法に 40%出資し
て長銀ウォーバーク証券を設立する、②SBC プリンソンが長銀投資顧問に 50
%出資して合併の投資顧問会社を設立する、などの業務提携についても合意し
た。この合意を受けて、SBC（合併後の UBS）との合併で、1998 年 4 月 15
日に投資顧問子会社の「長銀 UBS プリンソン投資顧問」、同年 6 月 1 日に証
券子会社の「長銀ウォーバーク証券」が営業を開始した。なお、1997 年 12 月
8 日に SBC はスイス・ユニオン銀行（Union Bank of Switzerland: UBS）
と合併してスイス・ユナイティッド銀行（United Bank of Switzerland:
UBS）となることを発表した。
- (24) 資本提携が解消になった場合の株価暴落が破綻につながることを恐れた日長
銀は、SBC の通告にただ従うしかなかった。さらに、1998 年 3 月には、日長
銀と UBS のいずれか一方の株価が 3 日以上続けて額面を割った場合には、提

- 携で設立した子会社の当該銀行保有株式を相手銀行に譲るという「ディストレス（破綻）条項」を承認させられることになった。渡邊秀明『長銀四十六年の攻防』（創英社/三省堂，2009 年）240-243 ページを参照。
- (25) 前掲『長銀四十六年の攻防』249-250 ページを参照。「長銀マン」であった渡邊氏は、苦渋に満ちた回顧録の中で、「スイス銀行に上手い相撲をとられ、破綻を早めてしまった」（同書，281 ページ）と総括している。
- (26) 前掲『崩壊連鎖』98-105 ページを参照。なお、速水総裁は同日に両行の合併構想を高く評価する総裁談話を発表した。
- (27) 1996 年 9 月に鳩山由紀夫氏、菅直人氏、鳩山邦夫氏らによって結成された（旧）民主党は、新進党分裂（1997 年 12 月）後の民政党・新党友愛・民主改革連合などが 1998 年 4 月に合流して（新）民主党となっていたが、同年 7 月の参議院選挙では 27 議席（非改選議席と合わせて 47 議席）を獲得する大勝で野党第 1 党としての地位を固めた。
- (28) 国会における首相指名選挙で、衆議院では自民党総裁の小淵氏が首相に指名されたものの、与野党勢力の逆転していた参議院では民主党代表の菅直人氏が自由党・公明党などの支持を得て指名され、衆議院の優越規定（日本国憲法 67 条）によって辛うじて小淵氏が首相に選ばれた。
- (29) 政府・自民党は、退陣前の橋本首相による不良債権問題の早期処理方針を受けて、同年 7 月 2 日に、不良債権に関する情報開示の徹底、経営破綻した金融機関の受け皿としての「ブリッジバンク」創設を柱とした「金融再生トータルプラン」を決定していた。
- (30) 中原伸之氏は、小淵首相に高橋社長と直接会って話をするよう勧めたことを後日明らかにしている。前掲『日銀はだれのものか』43 ページを参照。
- (31) 速水総裁は、同日の総裁談話で、日長銀の資金繰り面を含めて住友信託銀行との合併構想を支援する方針を示した。
- (32) 「金融機能早期健全化法」は、元来の「金融再生トータルプラン」の要素を復活させたものであり、公的資金枠が 60 兆円（金融再生勘定 18 兆円，特例業務勘定 17 兆円，金融機能早期健全化勘定 25 兆円）に拡大された。このうち金融機能早期健全化勘定は、経営悪化に伴い自己資本比率が適正水準を割り込んだ（すなわち、必ずしも健全な金融機関ではない）金融機関に公的資金を注入することによって金融機能の維持・再建を図るものであった。なお、同法の制定に伴い、「金融機能安定化緊急措置法」は廃止された。西村吉正『日本の金融制度改革』（東洋経済新報社，2003 年）385 ページを参照。
- (33) 五味廣文『金融動乱：金融庁長官の独白』（日本経済新聞出版社，2012 年）21 ページから引用。

- (34) 「早期是正措置」導入への準備手順として、1997 年 3 月に金融機関の資産の自己査定について解説した大蔵省金融検査部通達（ガイドライン）が全銀協宛てに出され、同年 7 月には全銀協が資産査定についての「Q&A」を作成して各金融機関に配布した。この通達は、それまで大蔵省の指導の下で税法基準に基づいて行われてきた不良債権の認定とその償却・引当処理についての判断が、今後は各銀行の自己責任においてなされるべきことを意味していた。これを受けて、1997 年 9 月中間決算では東京三菱銀行が公表不良債権の 102%を一挙に償却したのを契機に、堰を切られたように体力に余裕のある銀行の間での大幅償却競争が開始された。前掲『長銀四十六年の興亡』236-238 ページを参照。
- (35) 前掲『金融動乱：金融庁長官の独白』34-35 ページから引用。
- (36) 前掲『金融動乱：金融庁長官の独白』36-37 ページを参照。
- (37) 前掲『長銀四十六年の攻防』257 ページを参照。
- (38) 柳沢伯夫氏は 10 月 23 日に金融再生担当相（無任所大臣）に任命され、12 月 15 日に金融再生委員会が発足すると、その初代委員長に就任した。
- (39) 金融監督庁内部では、大蔵省の影響が強い監督部が破綻前処理に傾斜したのに対して、ノンキャリア中心の検査部が破綻後処理を強硬に主張して譲らず、結局、検査部の主張が通ったといわれている。前掲『日銀はだれのものか』50-51 ページを参照。
- (40) 前掲『金融動乱：金融庁長官の独白』47 ページから引用。
- (41) 一時国有化が決定された後、日債銀は「債務超過ではない」との弁明書を政府に提出して、異議申し立てをしたが却下された。
- (42) 岩田規久男『金融政策の経済学』（日本経済新聞社、1993 年）246-247 ページを参照。
- (43) 日本銀行調査統計局・企画室「1997 年度の金融および経済の動向」（『日本銀行調査月報』1998 年 6 月号）75-77 ページを参照。
- (44) 日本銀行の伝統的な金融調節方式およびマネタリーベースの受動的供給については、拙著『入門金融（第 5 版）』（東洋経済新報社、2011 年）第 7 章を参照。
- (45) 翁邦雄「『日銀理論』は間違っていない」（『週刊東洋経済』1992 年 10 月 10 日号）を参照。
- (46) 筆者は、拙著『日本の金融市場』（東洋経済新報社、1988 年）において日本銀行の伝統的な金融調節方式（レジーム B）に代わるものとしてハイパワード・マネー（＝マネタリーベース）を能動的にコントロールする方式（レジーム A）の可能性を提示したことがあるが、日本銀行が 2001 年 3 月に「量的緩和政策」を開始して実際にレジーム A を採用するに至るまでに、その後約 13 年

を要したことになる。

- (47) 公開された毎回の金融政策決定会合の「議事録」等を丹念に読み込んで、1998 年 4 月以降における金融政策の決定過程を分析した労作として、梅田雅信『日銀の政策形成』（東洋経済新報社、2011 年）を挙げておきたい。
- (48) 4 月 9 日の金融政策決定会合における金融政策判断の基礎となった経済および金融の情勢に関する基本的見解は、「家計支出の減退等を背景とした景気の停滞が続く中で、企業マインドも広汎に悪化しており、経済活動全般に対する下押し圧力が強い状況にある」というものであった。日本銀行「金融経済月報（1998 年 4 月）」を参照。
- (49) 以下において、金融政策決定会合の議論および議決内容についての引用は、特に断りのない限り、日本銀行ホームページに掲載されている「金融政策決定会合議事要旨」ないしは「金融政策決定会合議事録」による。
- (50) 新「日銀法」施行前の準備段階として、旧「日銀法」下の 1998 年 1 月 16 日から 3 月 26 日まで 5 回にわたって新しいスタイルでの政策委員会が試みられ、いずれの会合においても金融市場調節方針として「無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて公定歩合をやや下回って推移するよう促す」という議長案が全員一致で採択されていた。
- (51) 8 月 17 日にロシアが債務不履行となり、投資家による「質への逃避」が一斉に起きたことから、割安な新興国債券を買うと同時に割高な先進国債券を空売りするポジションをとっていた LTCM は、評価損失が一挙に膨らみ顧客の解約が殺到して破綻の瀬戸際に立たされた。LTCM の総資産は 1,290 億ドル、デリバティブ契約残高は 1 兆 2,500 億ドルと巨額であり、その破綻はグローバル金融市場を危機に陥れる危険性大であったため、ニューヨーク連銀の指示により、関連 14 銀行が LTCM に 36 億 2,500 万ドルを融通し、当面の取引契約を実行しながら LTCM を徐々に解体する方針がとられた。また、グリーンズパン議長の下で公開市場操作委員会（FOMC）は、9 月 29 日、10 月 15 日、11 月 17 日と異例の 3 か月連続で FF レートを各 0.25%（5.50%→4.75%）引き下げて金融不安の鎮静化を図った。
- (52) 前掲『日銀はだれのものか』43 ページから引用。
- (53) 速水執行部が利下げ提案に踏み切ったのは、景気判断の下方修正によるものではなく、内外の金融システム問題への配慮が本当の理由であったという点については、前掲『縛られた金融政策』85-89 ページを参照。なお、梅田雅信氏は、前掲『日銀の政策形成』38-42 ページにおいて、日長銀問題への配慮が主であり、国際協調的側面は従であったと結論付けている。
- (54) 前掲『日銀はだれのものか』48-50 ページを参照。

- (55) 前掲『縛られた金融政策』104-108 ページを参照。
- (56) 1 月 19 日の金融政策決定会合で中原委員が実質「ゼロ金利政策」を提案しており（1 対 8 で否決された）、その内容を速水執行部が受け入れたことになる。なお、中原委員は、2 月 12 日の会合において、さらに一步進んで「量的緩和（マネタリーベースの拡大）」に言及した提案を別途行ったが、1 対 8 で否決された。

参考文献

- 岩田規久男 [1993]『金融政策の経済学』日本経済新聞社
- 岩田規久男 [2000]『金融政策の論点：検証ゼロ金利政策』東洋経済新報社
- 植田和男 [2005]『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社
- 梅田雅信 [2011]『日銀の政策形成』東洋経済新報社
- 翁邦雄 [1992]『『日銀理論』は間違っていない』『週刊東洋経済』1992 年 10 月 10 日号
- 翁邦雄 [1993]『金融政策』東洋経済新報社
- 翁邦雄 [2011]『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社
- 共同通信社社会部編 [1999]『崩壊連鎖』共同通信社
- 黒田晁生 [1988]『日本の金融市場』東洋経済新報社
- 黒田晁生 [2016]「日本銀行の金融政策（1994～1998 年）」明治大学政治経済研究所『政経論叢』第 84 巻第 1・2 号
- 黒田晁生 [2011]『入門金融（第 5 版）』東洋経済新報社
- 五味廣文 [2012]『金融動乱：金融庁長官の独白』日本経済新聞出版社
- 高尾義一 [1998]『金融デフレ』東洋経済新報社
- 高木仁・黒田晁生・渡辺良夫 [1999]『金融システムの国際比較分析』東洋経済新報社
- 中原伸之 [2002]『デフレ下の日本経済と金融政策』東洋経済新報社
- 中原伸之 [2006]『日銀はだれのものか』中央公論新社
- 西村吉正 [2003]『日本の金融制度改革』東洋経済新報社
- 西村吉正 [2011]『金融システム改革 50 年の軌跡』金融財政事情研究会
- 日本銀行 [1998]「金融経済月報（98 年 4 月）」『日本銀行調査月報』1998 年 5 月号
- 日本銀行調査統計局・企画室 [1998]「1997 年度の金融および経済の動向」『日本銀行調査月報』1998 年 6 月号
- 速水優 [1999]「最近の金融経済情勢について ― 中央銀行の役割とバランスシート」『日本銀行調査月報』1999 年 1 月号

- 速水優 [2004]『中央銀行の独立性と金融政策』東洋経済新報社
深尾光洋・吉川洋編 [2000]『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社
藤井良広 [2004]『縛られた金融政策』日本経済新聞社
藤原作弥 [2011]「“恩師”の思い出」全国銀行協会『金融』2011年3月号
渡邊秀明 [2009]『長銀四十六年の攻防』創英社/三省堂